

Analyst **임동락**

Tel. 3770-5428

limrotc37@hygood.co.kr

## 헬스케어 Update

### ▶ 아이센스(099190) - 실적 개선 국면 유효

**4Q 매출 증가에 따른 레버리지 효과 기대:** 아크레이 월마트향 미터 공급 확대 및 스트립 매출 증가, 아가매트릭스향 공급 정상화. 매출 규모 증가에 따른 레버리지 효과, 일회성 비용 제거, 중국법인 및 자회사 적자규모 축소되면서 영업이익률 개선세 유효. 4Q 연결기준 매출액 485억원(+11.5% yoy), 영업이익 80억원(+15.9% yoy/OPM 16.5%)을 전망.

**실적 부담요인 완화로 2019년 인적 성장세 전망:** 2019년 매출액 1,906억원(+9.6% yoy), 영업이익 305억원(+11.9% yoy/OPM 16.0%) 전망. 작년 상반기까지 실적 둔화 요인들 대부분 해소. 저가형 미터 출하량 속도조절 통한 원가율 개선과 해외법인 및 자회사의 경우 판관비 감소 및 점진적 매출 증대로 적자폭 축소 예상. 기존 주력 거래선 공급 물량 견조하기 때문에 기존 실적 둔화 요인 완화만으로도 수익성 개선 가능. 중국공장 현재 수출용 생산 절차와 내수용 인허가 절차 동시 진행 중. 美中 무역 협상 변수로 기동 시점 예단 이르지만 중국공장 본격 가동된다면 실적 모멘텀 강화.

**연속혈당측정기 모델링 유효:** 동사는 연속혈당측정기 센서 개발 완료한 상태로 하반기 중 양산 절차 및 임상 거쳐 내년 한국 및 뉴질랜드 런칭 목표. 사용 편의성, 정확성, 가격 측면에서 경쟁력 확보할 경우 기존 선점 업체인 텍스콤, 애보트, 메드트로닉이 과점한 시장에서 빠르게 점유율 높여갈 것.

아이센스(099190)	
주가(01/18)	25,500원
시가총액	3,500억원
Rating	매수(유지)
Target Price	31,000원
Previous	31,000원

### ▶ 대원제약(003220) - 기대감을 높여도 좋다, 실적 대비 저평가

**4Q 사상최대 매출 전망, 이익률도 양호:** 호흡기제 강점을 지닌 동사에게 4분기는 계절적 성수기. 분기 중 독감 유행으로 진해거담제 코대원포르테시럽(73억원 +34.4% yoy)과 해열 적응증 추가된 펠루비서방정(소염진통/64억원 +18.2% yoy) 매출 호조 예상. 상기 두 제품은 동사 최초 연매출 200억원 상회한 단일품목으로 자리매김 확실. 주력제품 대형화 및 효율적인 비용통제 통해 매출원가도 개선될 것. 4Q 별도기준 매출액 788억원(+9.0% yoy), 영업이익 90억원(+95.7% yoy) 전망.

**2019년 사상최대 실적 경신 예상:** 주력 대형품목 성장세 유효, 신규 도입품목 효과 기대. 녹십자로부터 도입한 신바로정(골관절염치료제) 연매출 100억원대 블록버스터급으로 성장 예상. OTC 및 프로바이오틱스 매출 증가 추세로 외형 성장 기여할 것. 도입 바이오시밀러 테로스주(골다공증) 오리지널 용도특허 만료되는 하반기 출시 예정. 2019년 매출액 3,106억원(+9.8% yoy), 영업이익 381억원(+14.3% yoy) 전망. 현 주가는 2015년 이후 히스토리컬 PER 밴드 최하단 위치. 가격 메리트 충분한 만큼 매수 관점 유지.

**신약 파이프라인 임상 진전 주목:** DA-4301(고지혈증) 임상 1상 마무리 단계로 연내 2상 진입. DA-4301은 Atorvastatin 제제(화이자 리피토/국내 원외처방 1위) 대비 높은 안전성 확보 목표로 개발 중, 상용화 성공할 경우 2009년 이후 첫 스타틴 계열 신약으로 귀추 주목.

대원제약(003220)	
주가(01/18)	16,400원
시가총액	3,130억원
Rating	매수(유지)
Target Price	24,000원
Previous	24,000원

# 아이센스(099190)

## - 실적 개선 국면 유효

### ▶ 4Q 매출 증가에 따른 레버리지 효과 기대

3Q 어닝 서프라이즈에 이어 4Q 역시 호실적이 예상된다. 통상 4분기는 주요 거래처 공급량 확대로 매출 증가가 확인한 시즌이다. 아크레이를 통한 월마트향 미터 공급 확대 및 스트립 매출 증가, 아가메트릭스향 공급 정상화(상반기 오더물량 일시 감소)가 4Q에도 유지될 것이다. 분기 중 매출 규모 증가에 따른 레버리지 효과를 비롯해 일회성 비용(2Q~3Q 컨설팅 비용) 제거, 중국법인 및 자회사 CoaguSense 적자규모가 축소되면서 영업이익률 개선세도 유효하다. 4Q 연결기준 매출액 485억원(+11.5% yoy), 영업이익 80억원(+15.9% yoy/OPM 16.5%)을 전망하며 추정치 부합시 분기 사상최대 실적 경신이 기대되는 상황이다.

### ▶ 실적 부담요인 완화로 2019년 안정적 성장세 전망

2019년 매출액 1,906억원(+9.6% yoy), 영업이익 305억원(+11.9% yoy/OPM 16.0%)을 전망한다. 작년 상반기까지 실적 둔화에 영향을 미치는 노이즈 요인들이 대부분 해소됐다. 저가형 미터 출하량 속도조절을 통한 원가율 개선과 함께 해외법인 및 자회사의 경우 판관비 감소 및 점진적 매출 증대로 적자폭 축소가 예상된다. 기존 주력 거래선으로 공급 물량은 견조하기 때문에 기존 실적 둔화 요인 완화만으로도 수익성 개선을 기대할 수 있다. 중국공장(생산 CAPA 연간 3억개, 라인 증설시 최대 18억개)은 현재 수출용 생산 절차와 내수용 인허가 절차를 동시에 진행 중이다. 美中 무역협상 변수로 가동 시점을 예단하기는 이르지만 중국공장 본격 가동된다면 실적 모멘텀도 강화될 개연성이 높다.

### ▶ 연속혈당측정기 모멘텀 유효

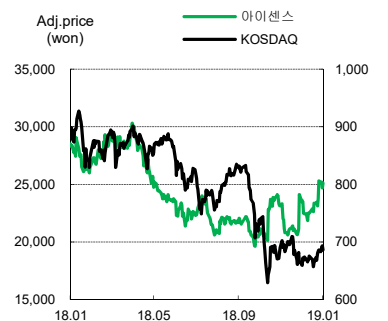
새로운 성장동력으로 동사가 개발 중인 연속혈당측정기(CGM)를 주목한다. 연속혈당측정기(CGM)는 피부 아래 피하지방에 혈당측정용 센서를 부착해 혈당 값을 측정하는 기기이다. 기존 자가혈당측정기보다 가격이 비싸고, 정확성은 다소 떨어지지만 채혈 통증이 없고, 리시버를 통해 혈당 추이 분석이 용이하다는 장점이 있다. 동사는 연속혈당측정기 센서 개발을 완료한 상태로 하반기 중 양산 절차 및 임상을 거쳐 내년 한국 및 뉴질랜드 런칭을 목표로 하고 있다. 사용 편의성, 정확성, 가격 측면에서 경쟁력을 확보할 경우 기존 선점 업체인 데스콤, 애보트, 메드트로닉이 과점한 시장에서 빠르게 점유율을 높여갈 것으로 기대된다.

Rating	매수(유지)
Target Price	31,000원
Previous	31,000원

#### ■ 주가지표

KOSPI(01/18)	2,124P
KOSDAQ(01/18)	696P
현재주가(01/18)	25,500원
시가총액	3,500억원
총발행주식수	1,374만주
120일 평균거래대금	17억원
52주 최고주가	30,300원
최저주가	19,650원
유동주식비율	74.1%
외국인지분율(%)	41.8%
주요주주	차근식 외 7인 (24.7%) 아크레이 (10.4%)

#### ■ 상대주가지표



계산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2015A	1,019	194	145	147	1,058	32.2	3.5	17.3	19.0%	11.5%	12.6%
2016A	1,325	257	175	176	1,279	23.0	2.6	13.2	19.4%	12.3%	13.9%
2017A	1,570	228	151	157	1,103	22.9	2.1	12.1	14.5%	9.5%	10.5%
2018F	1,739	273	208	216	1,721	13.1	1.5	9.0	15.7%	11.9%	12.2%
2019F	1,906	305	232	241	1,687	14.6	1.7	8.8	16.0%	12.0%	13.3%

자료: 아이센스, 한양증권 리서치센터 추정 \*K-IFRS 연결 기준

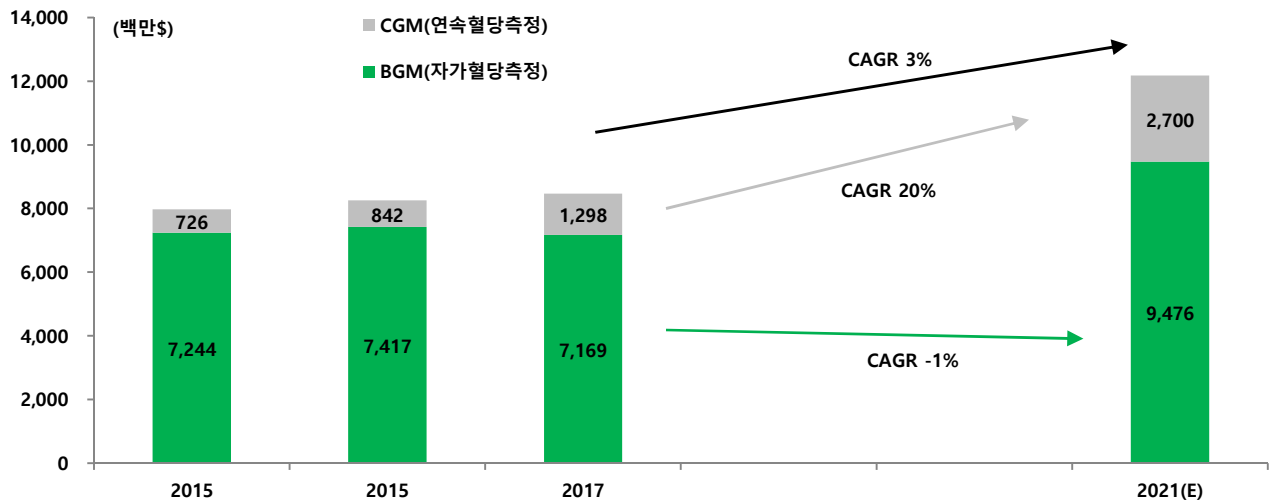
〈도표1〉 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q(E)	2018(E)	2019(E)
매출액	360	373	401	435	383	414	457	485	1,739	1,906
영업이익	53	56	49	69	55	64	74	80	273	305
영업이익률	14.8	15.0	12.3	15.8	14.4	15.5	16.2	16.5	15.7	16.0
당기순이익	20	47	34	51	34	48	75	59	216	241
순이익률	5.5	12.5	8.5	11.7	8.9	11.6	9.5	12.2	11.9	12.2

자료: 아이센스, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표2〉 글로벌 혈당측정 시장규모 및 전망



자료: 아이센스, 한양증권 리서치센터

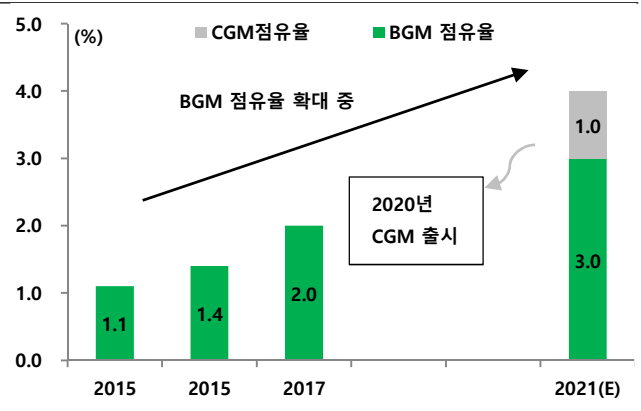
〈도표3〉 주요 거래처별 매출 추이

(단위: 억원)

거래처	2017	2018,1Q	2018,2Q	2018,3Q
Agamatrix	257	45	52	59
Arkray	328	97	85	97
Pharmaco(NewZealand)	69	20	20	12
기타	847	201	230	268

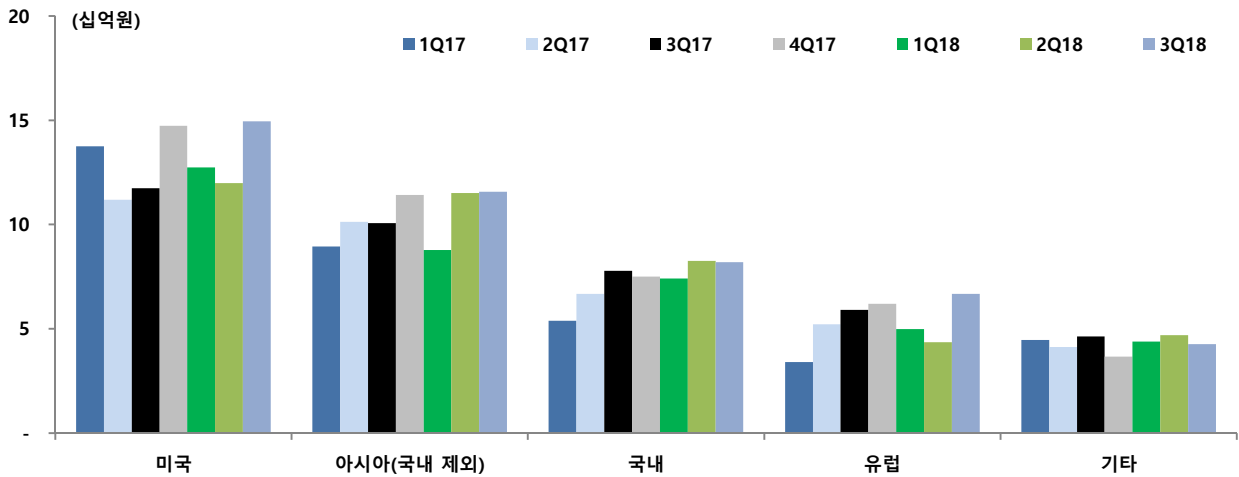
자료: 아이센스, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉 아이센스 글로벌 시장 점유율 추이 및 전망



자료: 아이센스, 한양증권 리서치센터

〈도표5〉 지역별 매출 현황



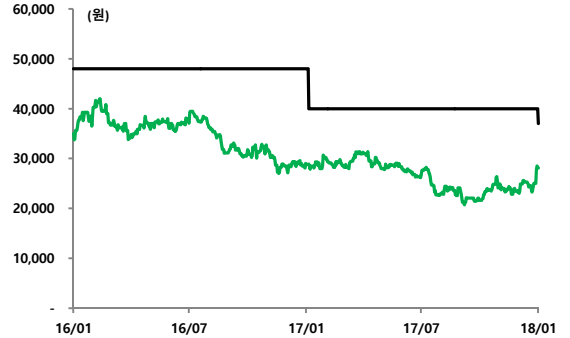
자료: 아이센스, 한양증권 리서치센터

〈도표6〉 BGM과 CGM 비교

구분	CGM	BGM
측정방식	센서를 피부 아래 피하지방에 위치시켜 연속해서 혈당값 측정	손가락 끝에서 피를 내어 혈당값 측정
사용대상	1형 당뇨병자(Type 1), 중증 2형 당뇨병자(Type 2)	모든 당뇨병자군
특정부위	복부, 팔뚝	손가락
측정샘플	세포간액(혈액이 아님)	모세혈
센서 교체주기	센서 장착 후, 1~2주	1회 사용
장점	혈당 추이 분석 용이, 알림 기능, 채혈 통증 없음, 쉬운 데이터 공유	높은 정확도 및 낮은 가격
단점	높은 가격, 피부 트러블, BGM 대비 낮은 정확도	빈번한 측정, 채혈 통증, 저혈당 쇼크

자료: 아이센스, 한양증권 리서치센터

TP Trend



■ Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료 발간일 현재 동사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관 또는 제3자에게 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:임동락)

• 기업 투자 의견

매수	향후 12개월간 15% 이상 상승 예상
중립	향후 12개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
매도	향후 12개월간 15% 이상 하락 예상

• 산업 투자 의견

비중확대	향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
중립	향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
비중축소	향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

※ 당사는 투자 의견 전망 기간을 2017년 9월 1일부터 6개월에서 12개월로 변경하였습니다

• 투자 의견 비율공시(기준: 2018.12.31)

구분	매수	중립	매도
비율	85%	15%	0%

• 투자 의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가	괴리율(%)	
					평균	최고/최저
아이센스	099190	2016.09.07	매수(유지)	48,000원	-36.8	-30.5
		2017.01.23	매수(유지)	40,000원	-28.0	-21.5
		2017.07.17	매수(유지)	40,000원	-27.8	-21.5
		2018.01.22	매수(유지)	37,000원	-34.9	-23.0
		2018.07.09	매수(유지)	31,000원	-	-
		2019.01.21	매수(유지)	31,000원	-	-

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시 기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.

# 대원제약(003220)

## - 기대감을 높여도 좋다, 실적 대비 저평가

### ▶ 4Q 사상최대 매출 전망, 이익률도 양호

호흡기제 강점을 지닌 동사에게 4분기는 계절적 성수기에 해당된다. 분기 중 독감 유행으로 진해거담제 코대원포르테시럽(73억원 +34.4% yoy)과 해열 적응증이 추가된 펠루비서방정(소염진통/64억원 +18.2% yoy) 매출 호조가 예상된다. 상기 두 제품은 동사 최초 연매출 200억원을 상회한 단일품목으로 자리매김이 확실하다. 주력제품 대형화 및 효율적인 비용통제를 통해 매출원가도 개선될 것이다. 4Q 별도기준 매출액 788억원(+9.0% yoy), 영업이익 90억원(+95.7% yoy)을 전망한다. 이를 반영한 2018년 실적은 매출액 2,829억원(+7.4% yoy), 영업이익 333억원(+26.0% yoy)이며 추정치 부합시 연간 사상최대 실적이다.

### ▶ 2019년 사상최대 실적 경신 예상, 과도한 저평가 상태

올해 역시 사상최대 실적 경신이 예상된다. 발사르탄 사태로 고혈압제 엑스콤비(엑스포지 제네릭)가 이탈했지만 펠루비, 코대원포르테, 에스원엠프 등 주력 대형품목 성장세가 유효한 가운데 신규 도입품목 효과도 기대된다. 지난 연말 동사가 녹십자로부터 독점판매 계약을 맺고 도입한 신바로정(골관절염치료제)은 연매출 100억원대 블록버스터급으로 성장이 예상되는 품목이다. 기출시된 개량신약 티지페논 등 만성질환 타깃 신제품과 올해 출시를 앞둔 프라닥사 개량신약, OTC 및 프로바이오틱스 매출 또한 증가 추세에 있어 외형 성장에 기여할 것이다. 국내최초 도입 바이오시밀러 테로사주(골다공증/시장규모 2,500억원 추정)는 오리지널 릴리 포스테오주 용도특허가 만료되는 하반기 출시 예정이다. 2019년 매출액 3,106억원(+9.8% yoy), 영업이익 381억원(+14.3% yoy)을 전망한다. 현 주가는 올해 예상 EPS 기준 PER 10.8x로 2015년 이후 히스토리컬 PER 밴드 최하단에 위치한다. 가격 메리트가 충분한 만큼 매수 관점을 유지한다.

### ▶ 신약 파이프라인 임상 진전 주목

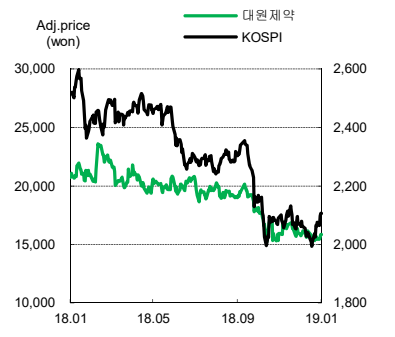
R&D 파이프라인도 관심을 가질 필요가 있다. 신약 파이프라인인 DA-4301(고지혈증치료제)이 임상 1상 마무리 단계로 연내 2상에 진입한다. 미국 FDA는 기존 스타틴 계열 고지혈증치료제 고용량 복용시 부작용(복용경력자 10~60% 근통증)에 대해 경고한 바 있다. 동사 DA-4301은 Atorvastatin 제제(화이자 리피토/국내 원외처방 1위) 대비 높은 안전성 확보를 목표로 개발 중이며, 상용화에 성공할 경우 2009년 이후 첫 스타틴 계열 신약으로 귀추가 주목된다.

Rating	매수(유지)
Target Price	24,000원
Previous	24,000원

#### ■ 주가지표

KOSPI(01/18)	2,124P
KOSDAQ(01/18)	696P
현재주가(01/18)	16,400원
시가총액	3,130억원
총발행주식수	1,910만주
120일 평균거래대금	10억원
52주 최고주가	23,600원
최저주가	15,150원
유동주식비율	59.4%
외국인자본율(%)	23.6%
주요주주	백승호 외 9인 (38.6%) 피델리티 (9.8%)

#### ■ 상대주가지표



계산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2015A	2,130	242	184	184	963	16.5	2.0	9.3	11.4%	13.0%	13.2%
2016A	2,384	305	196	196	1,024	17.8	2.1	8.7	12.8%	12.6%	13.6%
2017A	2,634	264	81	81	426	47.8	2.3	11.2	10.0%	5.0%	5.2%
2018F	2,829	333	238	238	1,247	13.0	1.7	7.3	11.8%	13.6%	13.5%
2019F	3,106	381	281	281	1,472	10.8	1.4	6.0	12.3%	14.2%	14.6%

자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터 추정 \*K-IFRS 별도 기준

〈도표1〉 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q(E)	2018(E)	2019(E)
매출액	623	640	648	723	705	698	638	788	2,829	3,106
영업이익	51	78	89	46	91	78	74	90	333	381
영업이익률	8.1	12.2	13.8	6.3	12.9	11.2	11.5	11.4	11.8	12.3
당기순이익	34	-21	82	-14	69	55	50	64	238	281
순이익률	5.5	-3.3	12.7	-2.0	9.8	7.9	7.8	8.1	8.4	9.1

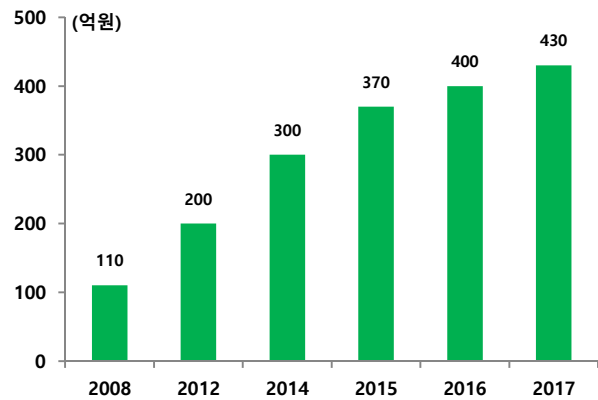
자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표2〉 코대원포르테와 콜대원



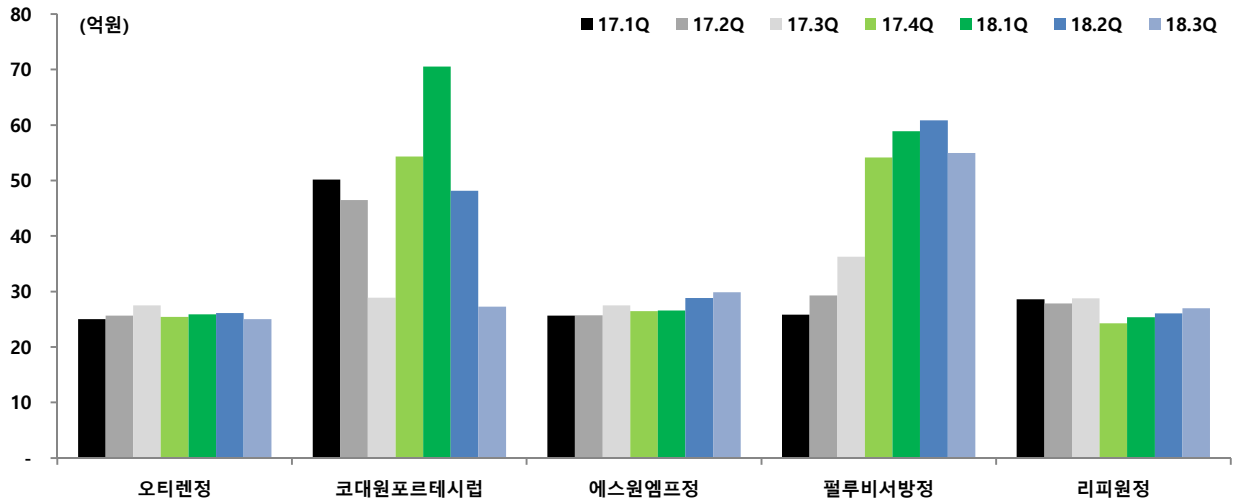
자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉 수탁 추이



자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉 주력제품 매출



자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터

〈도표5〉 주요 파이프라인 현황

구분		적응증	2018	2019	2020	2021
신약	DW-4301	고지혈증	→	→	→	→
	BAL-110	전립선암/자궁경부암	→	→	→	→
개량신약	DABIDAXA™	항응고	→	→		
	DW-1603	신경계	→	→		
	DW-1501	고혈압/고지혈증	→	→		
	DW-1502	신경병증성통증	→	→		
	DW-2801	소화기계	→	→	→	
	DW-1601	급성기관지염	→	→	→	
	DW-1709	소화기계	→	→	→	→
	DW-1703	내분비계	→	→	→	→
	DW-1704	순환기계	→	→	→	→
	DW-2701	내분비계	→	→	→	→
바이오	TERROSA™	골다공증	→	→		

자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터





## 한양증권 점포현황

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
광진금융센터	(02)2294-2211	서울 광진구 아차산로 355 타워더모스트 광진아크로텔 4층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다.  
본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.